

当升科技（300073.SZ）

正极材料出货持续提升，固态电池材料布局快速推进

优于大市

核心观点

公司2025Q3实现归母净利润1.92亿元，同比+8%。公司2025年前三季度实现营收73.99亿元、同比+34%；实现归母净利润5.03亿元、同比+8%；实现扣非归母净利润3.87亿元、同比+20%。公司2025Q3实现营收29.67亿元，同比+50%、环比+18%；实现归母净利润1.92亿元，同比+8%、环比-4%；实现扣非归母净利润1.35亿元，同比+29%、环比-26%。

公司三元正极销量稳步提升。我们估计2025Q3公司三元正极销量近1.5万吨，同比增长超50%、环比增长7%；Q3三元正极单吨净利润约为1万元、环比有所下滑，主要系国内外出货结构有所变化。2025年以来，公司与SK On、LG新能源等客户先后签署三元正极供货协议，客户合作持续深化。展望后续，欧洲新能源车需求有望回暖、公司海外客户拓展持续取得新进展，三元正极出货量有望持续提升。同时，公司三元正极产能利用率或将持续改善，叠加出货结构持续优化，三元正极盈利能力有望稳中向好。

公司磷酸盐系正极出货快速增长，Q3实现扭亏为盈。我们估计2025Q3公司磷酸盐系正极销量近2.3万吨，环比增长14%。在产能利用率持续高位背景下，公司磷酸盐系正极业务规模优势与成本控制能力持续体现，Q3实现扭亏为盈。公司目前深度绑定中创新航、瑞浦兰钧等国内领先动力及储能电池客户。同时，公司持续推进产能扩张，随着攀枝花首期项目年产12万吨的建成投产，公司客户保障能力有望显著提升。

公司在固态电池材料等领域积极布局。正极材料方面，公司半固态电池用正极材料已经实现累计超千吨级出货；全固态电池用超高镍多元材料和超高容量富锂锰基材料已实现20吨级以上批量供货。固态电解质方面，公司已率先开发出具有良好界面浸润性的新型氯碘复合硫化物固态电解质，可以显著降低全固态电池使用压力，有效解决固固界面接触难题。目前公司已完成硫化物固态电解质吨级小试线建设，产品已进入多家头部客户验证阶段。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；高镍需求不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于欧洲补贴政策推动下新能源车市场需求回暖对于公司出货的积极影响，我们上调盈利预测，预计2025-2027年公司实现归母净利润7.97/10.82/13.54亿元（原预测为6.45/8.26/10.01亿元），同比+68%/+36%/+25%，EPS分别为1.46/1.99/2.49元，动态PE为47.0/34.6/27.7倍。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,127	7,593	11,147	15,990	19,147
(+/-%)	-28.9%	-49.8%	46.8%	43.5%	19.7%
净利润(百万元)	1924	473	797	1082	1354
(+/-%)	-14.8%	-75.4%	68.4%	35.9%	25.0%
每股收益(元)	3.80	0.93	1.46	1.99	2.49
EBIT Margin	13.6%	3.7%	6.0%	7.1%	7.8%
净资产收益率(ROE)	15.6%	3.5%	5.6%	6.8%	8.0%
市盈率(PE)	18.11	73.65	47.00	34.59	27.67
EV/EBITDA	16.9	60.1	37.4	26.4	21.6
市净率(PB)	2.63	2.54	2.59	2.42	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

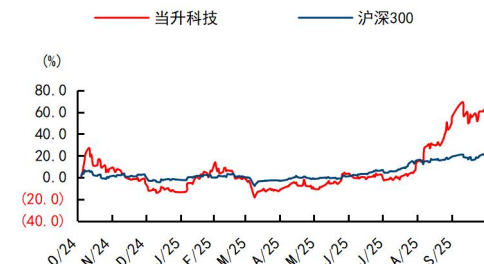
证券分析师：王蔚祺 证券分析师：李全
010-88005313 021-60375434
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
S0980520080003 S0980524070002
联系人：王喆萱

wangzhexuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	68.80元
总市值/流通市值	37447/34811百万元
52周最高价/最低价	76.11/33.47元
近3个月日均成交额	1916.66百万元

市场走势

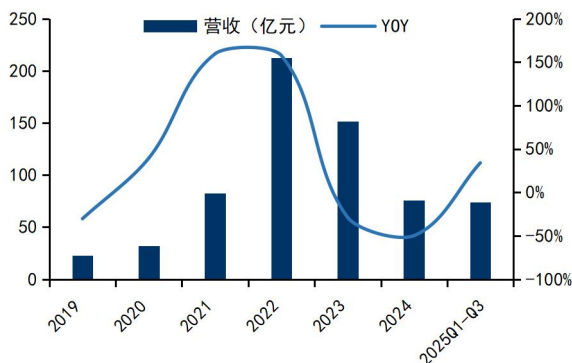


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

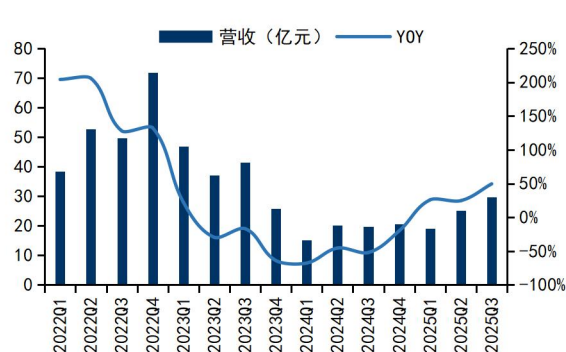
《当升科技（300073.SZ）-2024年三元正极出货承压，固态电池与钠电池材料布局稳步推进》——2025-04-27
《当升科技（300073.SZ）-2024年中报点评-Q2三元正极盈利稳健，磷酸铁锂与固态电池材料快速放量》——2024-08-30
《当升科技（300073.SZ）-2023年年报点评-2023年四季度盈利承压，多种正极产品量产稳步推进》——2024-04-02

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



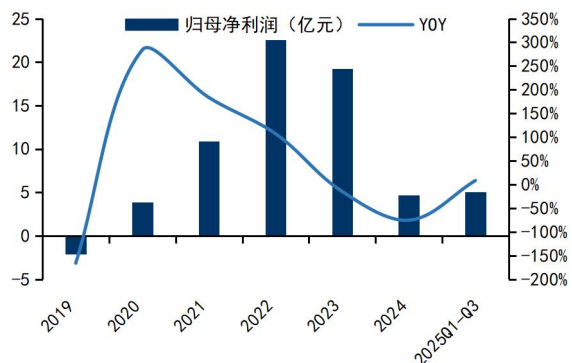
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



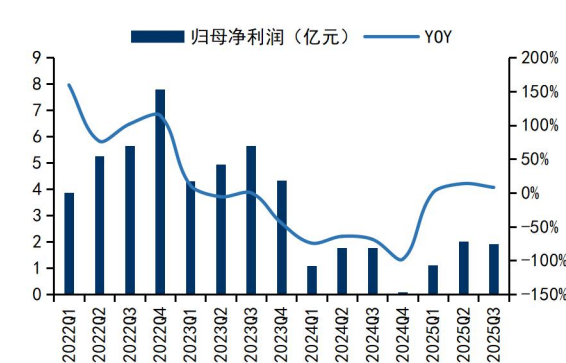
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



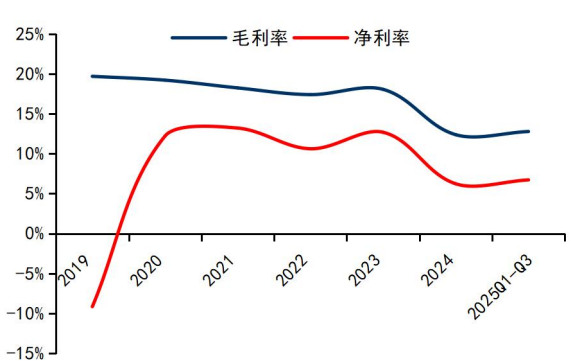
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



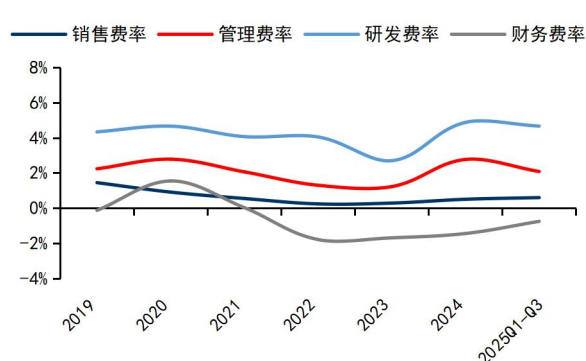
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5689	6420	6933	7206	7543	营业收入	15127	7593	11147	15990	19147
应收款项	2920	2329	3054	4162	4983	营业成本	12395	6653	9663	13820	16496
存货净额	693	1060	1527	2059	2465	营业税金及附加	33	41	30	38	40
其他流动资产	2044	784	483	691	825	销售费用	43	38	62	72	77
流动资产合计	12566	11872	13209	15351	17062	管理费用	185	210	230	296	325
固定资产	3969	4201	4067	3960	3816	研发费用	408	370	490	624	708
无形资产及其他	286	295	283	272	260	财务费用	(256)	(110)	(69)	(75)	(78)
其他长期资产	589	754	669	959	1149	投资收益	(121)	25	1	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(71)	(8)	0	0
资产总计	17410	17122	18229	20542	22286	其他收入	27	186	153	90	70
短期借款及交易性金融负债	87	140	100	100	100	营业利润	2221	530	886	1306	1648
应付款项	3150	2416	2403	3475	4162	营业外净收支	30	6	25	0	0
其他流动负债	297	168	476	686	820	利润总额	2251	536	911	1306	1648
流动负债合计	3643	2774	3091	4421	5273	所得税费用	332	63	108	163	214
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(5)	0	6	60	80
其他长期负债	492	655	655	655	655	归属于母公司净利润	1924	473	797	1082	1354
长期负债合计	492	655	655	655	655	现金流量表（百万元）					
负债合计	4135	3429	3746	5076	5928	净利润	1924	473	797	1082	1354
少数股东权益	199	527	533	593	673	资产减值准备	(2)	(46)	(8)	0	0
股东权益	13076	13167	13950	14873	15686	折旧摊销	241	356	431	469	506
负债和股东权益总计	17410	17122	18229	20542	22286	公允价值变动损失	0	0	(33)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(256)	(110)	(69)	(75)	(78)
每股收益	3.80	0.93	1.46	1.99	2.49	营运资本变动	(963)	481	(434)	(538)	(523)
每股红利	0.75	0.10	0.29	0.99	1.24	其它	22	333	(23)	(15)	2
每股净资产	26.21	27.03	26.61	28.41	30.05	经营活动现金流	1222	1598	729	999	1339
ROIC	17%	2%	5%	8%	10%	资本开支	(1332)	(871)	(286)	(350)	(350)
ROE	16%	4%	6%	7%	8%	其它投资现金流	685	74	53	(291)	(189)
毛利率	18%	12%	13%	14%	14%	投资活动现金流	(647)	(797)	(232)	(641)	(539)
EBIT Margin	14%	4%	6%	7%	8%	权益性融资	0	(0)	38	0	0
EBITDA Margin	15%	8%	10%	10%	10%	负债净变化	(117)	218	(40)	0	0
收入增长	-29%	-50%	47%	43%	20%	支付股利、利息	(338)	(381)	(51)	(159)	(541)
净利润增长率	-15%	-75%	68%	36%	25%	其它融资现金流	(117)	218	(40)	0	0
资产负债率	24%	20%	21%	25%	27%	融资活动现金流	(199)	(54)	16	(85)	(463)
息率	1.1%	0.1%	0.4%	1.4%	1.8%	现金净变动	376	747	513	273	336
P/E	18.1	73.7	47.0	34.6	27.7	货币资金的期初余额	5216	5689	6420	6933	7206
P/B	2.6	2.5	2.6	2.4	2.3	货币资金的期末余额	5689	6420	6933	7206	7543
EV/EBITDA	16.9	60.1	37.4	26.4	21.6	企业自由现金流	(295)	214	302	579	938
						权益自由现金流	(194)	529	323	645	1006

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032